

兖矿能源 (600188.SH)

海内外双驱增强业绩弹性，煤化一体夯实增长动能

兖矿能源是国内动力煤头部企业之一，是华东地区最大的煤炭生产商，主营煤炭生产和煤化工业务。除国内外，公司还成立了兖煤澳大利亚子公司，海内外双重驱动，增强业绩弹性。公司煤矿均位于国内外重要产煤基地，随着在建煤矿陆续建成投产，公司未来产能有望迈上新台阶。长期看好公司的盈利能力，首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。

- **优质资产注入，产能持续扩张。** 兖矿能源凭借优质资源储备和战略性并购，不断提升产能与竞争力。2024年，公司商品煤产量达1.42亿吨，同比增长7.5%。2025年公司完成西北矿业51%股权收购，境内资源量同比2024年预计增加13.6%，年产量预计增加22%。同时公司在建的五彩湾四号露天矿本年度有望投产，增加产能1000万吨/年。此外，霍林河一号煤矿、刘三圪旦煤矿、嘎鲁图煤矿等多个项目正在推进，预计2030年前陆续建成。当前公司拥有业内稀缺的成长空间，为长期盈利增长奠定坚实基础。
- **全球业务扩展，兖煤澳洲成为增长新引擎。** 兖煤澳洲作为兖矿能源国际化布局的核心，其资源储量丰富，权益资源量达43.07亿吨，可采储量13.9亿吨，预计可开采超40年。由于海外市场煤炭销售机制不同，兖煤澳洲的产品价格弹性较大，能在煤价上行周期中获得更高的盈利空间。此外，公司积极拓展国际业务，2024年收购德国沙尔夫公司52.66%股权，深化布局高端制造业务；同年收购头部物流企业物泊科技，构建“实体物流+智慧平台”发展模式，进一步完善全球产业链布局。
- **煤化工深度发展，技术突破提升附加值。** 煤化工是兖矿能源的重要发展方向，近年来公司加快布局高附加值产品，提高产业链竞争力。公司不断优化产品结构，从传统甲醇、醋酸业务向高端聚烯烃延展，2024年投资95.74亿元推进荣信化工80万吨烯烃项目，涵盖甲醇制烯烃、聚乙烯、聚丙烯等高端产品。该项目有望提升公司煤化工板块盈利能力，并增强产业链一体化优势。同时，公司持续加大研发投入，2024年研发费用达27.3亿元，占收入比重提升至1.97%。通过智能化、绿色化发展，公司不仅提升了生产效率，也增强了产品市场竞争力，在全球能源转型背景下，为未来可持续发展奠定了基础。
- **财务结构优化，高分红凸显投资价值。** 公司融资渠道畅通，2023-2024年累计发行债券14次，募集资金335亿元，资金储备充足，同时2025年预计公司资产负债率降至60%以下，优化财务结构。股东回报方面，公司近年保持较高分红比例，2024年全年现金分红总额77.3亿元，股利支付率53.58%，近五年平均分红率60.34%，充分重视投资者，彰显公司投资价值。
- **首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。** 兖矿能源凭借稳健的盈利能力、优质资产和持续高回报政策，成为具备长期投资价值的优质煤炭龙头企业。西北矿业承诺25-27年扣非归母净利润不低于71亿，暂不考虑西北矿业并表情况下，我们预测2025-2027年总营业收入将分别达到1171/1247/1316亿元，同比-15.8%/+6.5%/+5.5%；归母净利润分别为103/120/137亿元，同比-28.3%/+16.2%/+14.1%，EPS为1.03/1.20/1.37元，PE为12.5/10.7/9.4倍。
- **风险提示：煤炭生产不及预期，煤炭进口超预期，煤炭价格下跌超预期，煤炭需求不及预期等。**

强烈推荐 (首次)

周期/煤炭开采
当前股价：12.87元

基础数据

总股本(百万股)	10037
已上市流通股(百万股)	5924
总市值(十亿元)	129.2
流通市值(十亿元)	76.2
每股净资产(MRQ)	8.5
ROE(TTM)	15.6
资产负债率	62.6%
主要股东	山东能源集团有限公司
主要股东持股比例	52.83%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	3	-7
相对表现	1	-4	-32

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

谢笑妍 S1090519030003
✉ xiexiaoyan1@cmschina.com.cn
原思雨 研究助理
✉ yuansiyu@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	150025	139124	117090	124700	131584
同比增长	-25%	-7%	-16%	6%	6%
营业利润(百万元)	36963	26857	18177	21295	24416
同比增长	-32%	-27%	-32%	17%	15%
归母净利润(百万元)	20140	14425	10341	12019	13713
同比增长	-35%	-28%	-28%	16%	14%
每股收益(元)	2.01	1.44	1.03	1.20	1.37
PE	6.4	9.0	12.5	10.7	9.4
PB	1.8	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 公司简介：华东煤炭龙头，实现六地上市	6
1、 背靠山东省国资委，华东最大煤炭生产商	6
2、 管理团队经验丰富，股权结构稳定	6
3、 聚焦核心业务，持续优化盈利能力	8
二、 煤炭行业：短期供需或偏宽松，长期需求仍有增长潜力	10
三、 煤炭业务：海内外双重驱动，公司煤炭业务持续增长	12
1、 优质资源注入，新矿投产在即，助力产能扩张	12
2、 开拓国际市场，兖煤澳洲注入增长弹性	16
四、“煤-电-化”一体化发展，对外并购助力产业协同	18
1、 煤化工业务：规模及产品附加值提升，打造高端化工产业链	18
2、 电力业务：积极布局新能源，推进风光发电建设	20
3、 积极推进战略并购，寻求外生发展	21
五、 现金状况良好，资本支出和分红可持续	22
1、 资本性开支明显提升，未来业务扩张加快	22
2、 融资渠道畅通，融资可持续性良好	23
3、 坚持高分红比例，凸显投资价值	25
六、 盈利预测	26
七、 风险提示	27

图表目录

图 1：兖矿能源发展历程	6
图 2：兖矿能源股权结构（截至 2024 年底）	7
图 3：公司历年营业收入（亿元）	8
图 4：公司历年归母净利润（亿元）	8
图 5：主营业务收入结构（亿元）	8
图 6：主营业务毛利（亿元）	8
图 7：主营业务毛利率	9
图 8：贸易煤和自产煤收入及毛利率	9
图 9：期间费用率	9

图 10: 毛利率和净利率	9
图 11: 国家发改委及能源局新批产能 (万吨)	10
图 12: 我国煤炭储量 (亿吨) 及增速	10
图 13: 全国煤炭固定资产投资额累计增速 (%)	10
图 14: 全国煤炭产能利用率 (%)	10
图 15: 中国煤炭产量 (亿吨)	11
图 16: 中国煤炭进口量 (亿吨)	11
图 17: 2024 年各省煤炭产量 (亿吨)	11
图 18: 2024 年中国煤炭进口量 (万吨)	11
图 19: 煤炭总消费量 (万吨)	12
图 20: 动力煤消费结构	12
图 21: 煤炭产销量 (万吨) 和产销率	14
图 22: 分季度煤炭产销量 (万吨)	14
图 23: 吨煤售价和成本 (元/吨)	15
图 24: 兖煤澳大利亚煤矿和码头分布	16
图 25: 兖煤澳大利亚权益商品煤产量 (百万吨)	17
图 26: 兖煤澳大利亚煤炭售价 (元/吨)	17
图 27: 兖煤澳大利亚经营业绩 (亿元)	17
图 28: 兖煤澳大利亚销售净利率	17
图 29: 中国煤化工行业产业链	18
图 30: 煤化工业务产销量 (万吨)	19
图 31: 煤化工业务收入和毛利率 (亿元)	19
图 32: 荣信化工 80 万吨烯烃项目生产流程	20
图 33: 物泊科技在全国范围内均有业务开展	21
图 34: 沙尔夫的矿井运输系统	22
图 35: 历年资本性支出 (亿元)	23
图 36: 2025 年资本支出结构	23
图 37: 兖矿能源资产负债率	24
图 38: 兖矿能源资本结构	24
图 39: 兖矿能源净经营现金流 (亿元)	24
图 40: 财务费用和财务费用率	24

图 41: 兖矿能源现金分红情况 (亿元)	25
图 42: 兖煤澳大利亚历年分红情况.....	25
图 43: 兖煤澳大利亚资本结构和现金流状况	25
表 1: 公司董事会及高管信息	6
表 2: 兖矿能源在产矿井产能	13
表 3: 兖矿能源在建煤矿	14
表 4: 2024 兖矿能源分区域煤炭销售情况	15
表 5: 兖煤澳大利亚资源量	16
表 6: 兖矿能源及可比公司煤炭销售价格对比	17
表 7: 2022-2024 煤化工业务细分产销量和盈利能力 (万吨)	19
表 8: 2022-2024 年电力业务运行情况	20
表 9: 截至 2024 年末高地资源公司钾矿资源	22
表 10: 2023-2024 兖矿能源发行债券情况.....	23
表 11: 截至 2024 年末公司有息债务期限分布情况 (亿元)	24
表 12: 兖矿能源煤炭业务盈利预测.....	26
附: 财务预测表	28

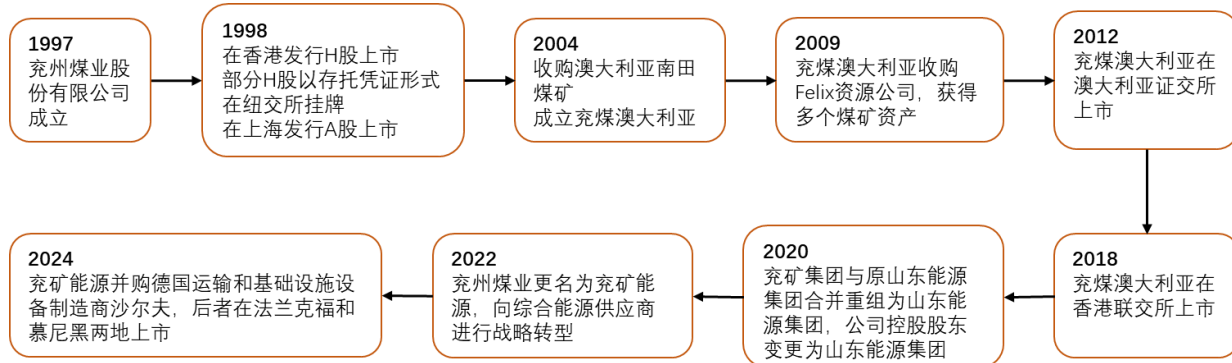
一、公司简介：华东煤炭龙头，实现六地上市

1、背靠山东省国资委，华东最大煤炭生产商

兖矿能源集团股份有限公司是国内动力煤龙头企业，是华东地区最大的煤炭生产商。其前身兖州煤业成立于1997年，由原兖矿集团（现山东能源集团）将其四个特大型经营煤矿南屯煤矿、兴隆庄煤矿、鲍店煤矿、东滩煤矿及与煤炭经营业务有关单位的经营性资产注入后设立。1998年，兖州煤业在香港、纽约、上海先后上市。2004年，公司收购澳大利亚南田煤矿，并设立控股子公司兖煤澳大利亚。2009年，兖煤澳大利亚收购澳大利亚Felix资源公司，获得包括莫拉本煤矿在内的多个煤矿资产，进一步扩张海外版图。2012年和2018年，兖煤澳大利亚分别在澳大利亚证券交易所和香港联交所上市。

2020年，兖州煤业的控股股东兖矿集团与原山东能源集团合并为新的山东能源集团，两企业合并前的资产、债务、业务、人员、合同及下属企业的股权或权益皆由新的山东能源集团承接。兖州煤业出资183.55亿元收购兖矿集团旗下的未来能源、鲁南化工、济三电力等企业，进一步扩张业务规模。2022年，兖州煤业更名为兖矿能源，反映公司从传统煤炭业务向综合能源供应商的战略转型。2024年，兖矿能源并购德国沙尔夫公司52.66%的股权，以实现矿用设备板块的战略延伸。沙尔夫公司在德国法兰克福和慕尼黑两个证交所上市，本次并购进一步加深了集团的国际化程度，成为中国唯一拥有境内外六地上市平台的大型能源企业。

图 1：兖矿能源发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，招商证券

2、管理团队经验丰富，股权结构稳定

董事会及管理层具备良好的专业素养和丰富的管理经验。公司董事会成员大多拥有硕士及以上学历，高管人员全部为大学及以上学历，专业素养良好。董事会成员和高管人员大部分在公司有20-30年任职时间，从煤矿矿长或其他基层管理岗位逐步升任集团高管，熟悉基层事务，对行业认识较为深刻。

表 1：公司董事会及高管信息

姓名	职务	工作经历
李伟	董事、董事长	工程技术应用研究员，工学博士，公司董事长，山东能源集团有限公司党委书记、董事长。1998年加入前身公司，历任锡林能化董事长和总经理、鲍店煤矿矿长、南屯煤矿矿长、兖矿集团总

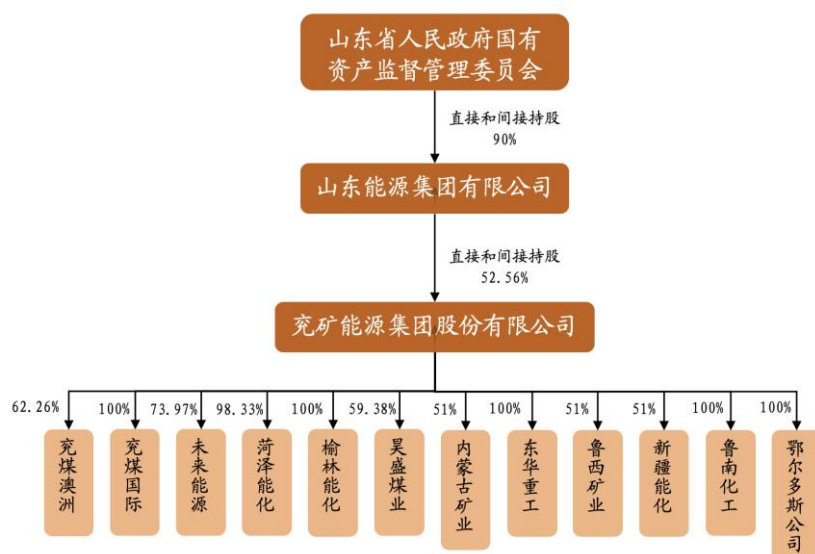
		经理、华鲁控股总经理。
王九红	总经理	高级工程师，大学学历，工学学士学位，公司党委委员、副总经理。历任安源煤矿矿长、转龙湾煤炭总经理、昊盛煤业总经理、鄂尔多斯能化党委书记、总经理、昊盛煤业董事长。
刘健	董事	工程技术应用研究员，工程硕士，公司董事，山东能源集团有限公司党委常委、副总经理。1992年加入前身公司，历任济宁三号煤矿矿长、东滩煤矿矿长、公司副总经理。
刘强	董事	正高级会计师，工程硕士，公司董事，山东能源集团有限公司党委常委、副总经理。历任国泰化工副总经理、兖矿煤化工工程总经理、鲁南化工总经理、董事长。
张海军	董事	高级会计师，公司董事，山东能源集团有限公司规划发展部部长。1996年加入前身公司，历任兖矿电铝财务总监、兖矿集团投资发展部部长、山东能源集团投资发展部部长。
苏力	职工董事	教授级高级政工师、高级经济师，硕士研究生，公司党委副书记、职工董事、工会主席。1996年加入前身公司，历任公司人力资源部部长、公司总助、公司纪委书记。
黄霄龙	董事、董秘	高级经济师，法律硕士，公司董事、董秘。1999年加入前身公司，历任公司证券事务代表、董事会秘书处副处长级秘书、董事会秘书处副处长、原山东能源集团股权改革改制办公室处长、山东能源集团董事会秘书处部务委员。
岳宁	副总经理	正高级工程师，大学学历，公司副总经理。2000年加入前身公司，历任金鸡滩煤矿矿长、兖煤澳大利亚执行董事、联席副董事长、执行委员会主席。
赵治国	财务总监	高级会计师，大学学历，公司财务总监。历任菏泽煤电总会计师、临沂矿业财务部部长、兖矿能源财务管理部部长。

资料来源：公司公告、招商证券

股权结构稳定，控股股东实力强劲。截至 2024 年底，山东能源集团直接和间接持有兖矿能源 52.83% 股权，为公司控股股东。山东国资委直接和间接持有山东能源集团 90% 股份，为公司实控人。山东能源集团是拥有煤炭、煤电、煤化工、高端装备制造、新能源新材料、现代物流贸易等产业的大型国有企业，在 2024 年世界 500 强企业中位列第 75 名，在 2024 山东省综合百强企业中位列第 1 名。

集团资产注入叠加并购能力优秀，内外兼修扩张业务版图。经过多年的集团资产注入和对外并购，兖矿能源形成了覆盖煤炭、煤化工、煤电、非煤贸易、装备制造等业务的架构，主要控股子公司包括兖煤澳洲（煤炭）、未来能源（煤炭、煤化工、电力）、西北矿业（煤炭）、新疆能化（煤炭）、鲁西矿业（煤炭）、鄂尔多斯公司（煤炭）、内蒙古矿业（煤炭、电力）、鲁南化工（煤化工）、东华重工（设备制造）等，以煤炭和煤化工为两大核心主业，构造全面的业务版图。

图 2：兖矿能源股权结构（截至 2024 年底）



资料来源：公司公告、招商证券

3、聚焦核心业务，持续优化盈利能力

聚焦煤炭和煤化工两大核心主业，盈利能力整体向好。2021年，兖矿能源出售了全资子公司兖煤国际贸易有限公司和兖煤国际(新加坡)有限公司100%股权，逐步剥离非煤贸易业务，同时放弃智慧物流增资优先认缴权，智慧物流不再纳入合并报表范围内，因此营业总收入较2020年的2150亿元下降至1520亿元。由于贸易业务毛利相对较低，剥离业务后对公司盈利能力影响较小，同时公司主营业务收入持续增长，2021年受疫情后经济复苏带动，煤炭和煤化工收入较2020年分别增长21%和104%，公司归母净利润较2020年增长128.3%至163亿元。2022年，受国际地缘政治冲突、气候异常等多重因素叠加影响，全球煤炭产量及消费双双反弹，国际煤炭价格高位运行，公司业绩弹性得到充分释放，煤炭业务收入达到1258.44亿元，同比+50.2%。2023-2024年，尽管煤炭价格下降导致总体收入和利润回落，但销售毛利率和净利率仍维持在相对高位，体现出公司的盈利韧性。

图 3：公司历年营业收入（亿元）

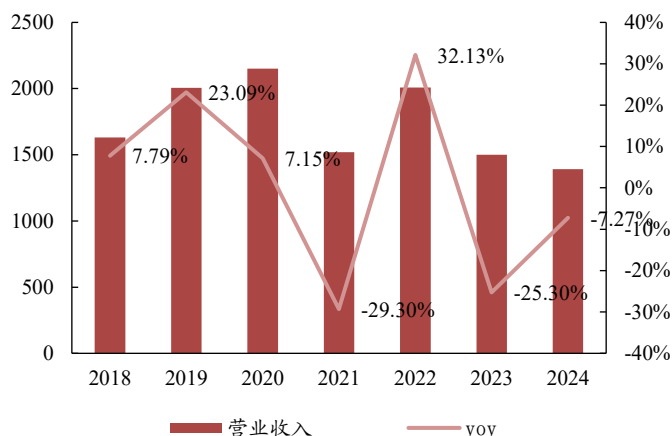
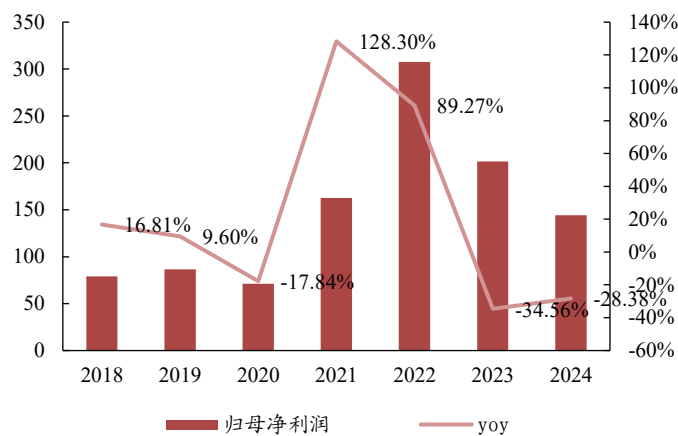


图 4：公司历年归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告，iFind，招商证券

资料来源：公司公告，iFind，招商证券

图 5：主营业务收入结构（亿元）

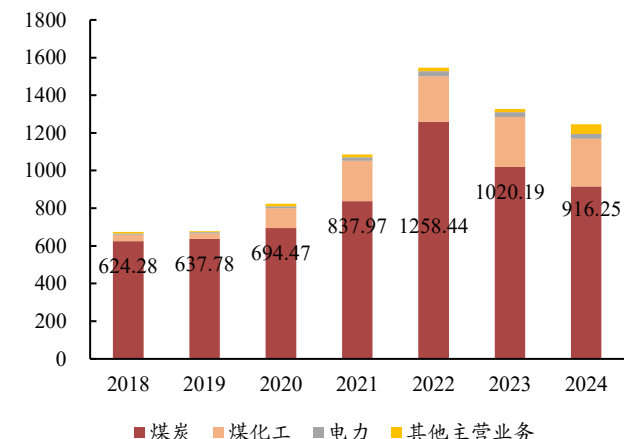
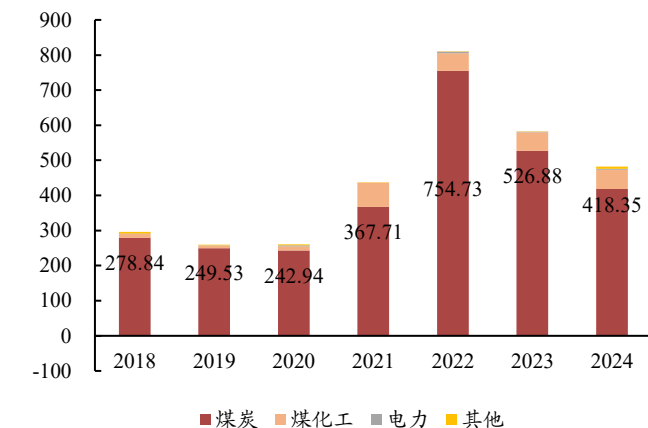


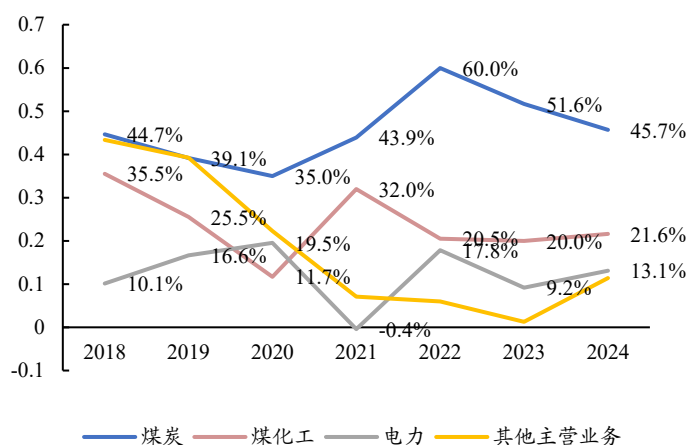
图 6：主营业务毛利（亿元）



资料来源：公司公告，iFind，招商证券

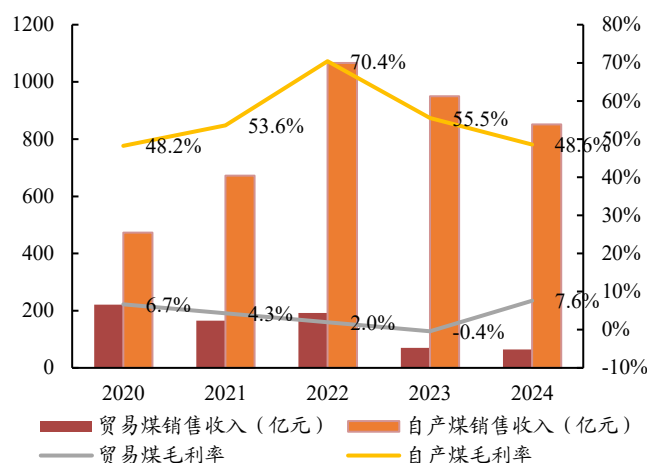
资料来源：公司公告，iFind，招商证券

图 7: 主营业务毛利率



资料来源: 公司公告, iFind, 招商证券

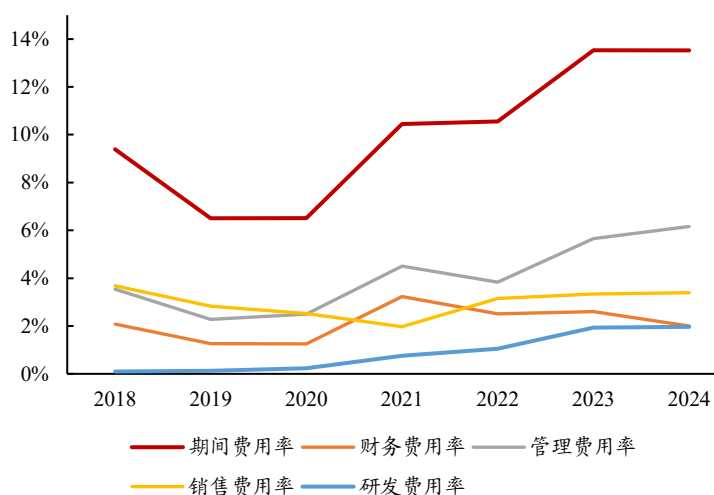
图 8: 贸易煤和自产煤收入及毛利率



资料来源: 公司公告, iFind, 招商证券

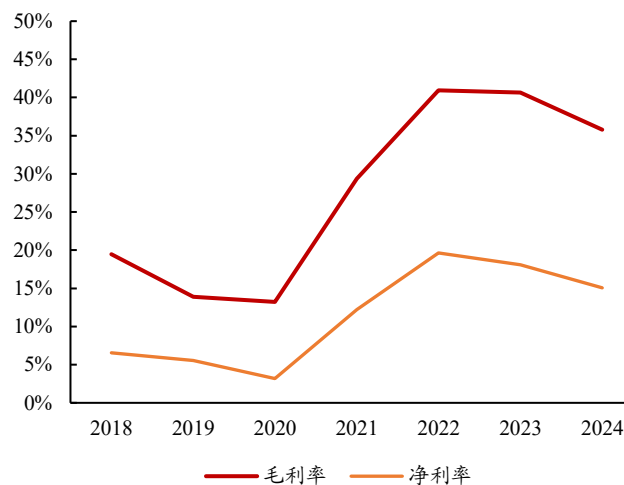
加大研发投入, 智能化开采程度稳步提升。2018-2024 年, 兖矿能源的研发费用率从 0.1% 提升至 2.0%, 研发费用总额从 1.6 亿元提升至 27.35 亿元, 对研发能力的重视程度有显著提高。截至 2024, 公司建成 21 对国家智能化示范标准矿井, 智能开采产量占比达到 94%; 厚煤层开采首创应用 5.5m 到 8m 以上超大采高工作面自适应开采技术, 项目成果“深部煤炭智能化高效开采成套技术与工程应用”荣获国家科技进步奖二等奖。在其他业务上, 公司对高端化工新材料产业实现延链增值, 鲁西智慧制造园区中多个高端装备制造项目投产, 智慧物流产业集群壮大, 新能源产业稳步拓展, 产业转型升级迈出坚实步伐。

图 9: 期间费用率



资料来源: 公司公告, iFind, 招商证券

图 10: 毛利率和净利率

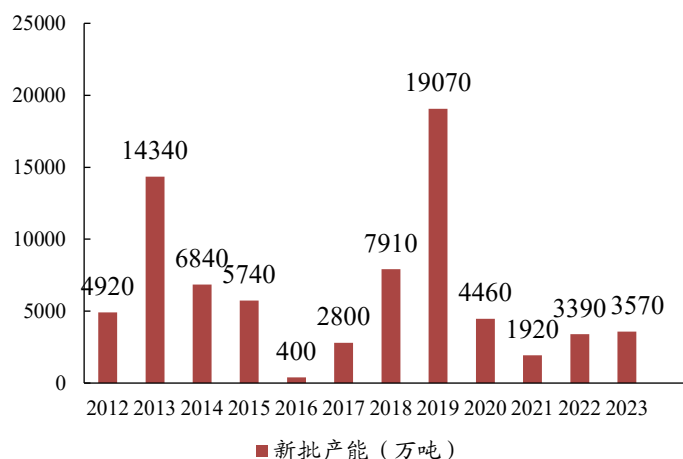


资料来源: 公司公告, iFind, 招商证券

二、煤炭行业：短期供需或偏宽松，长期需求仍有增长潜力

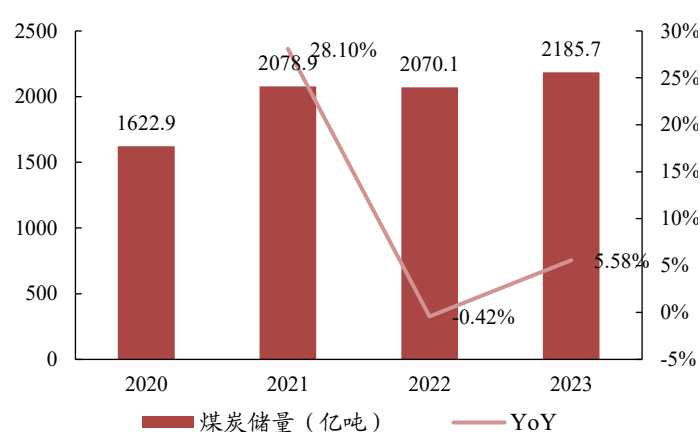
新批产能有限，产能利用率和投资额增速下滑。我国能源的基本国情为“富煤贫油少气”，煤炭是重要矿产资源。但随着浅层煤炭资源的开采利用，深层煤炭勘查难度加大，我国煤炭资源储量增长明显放缓，新批产能数量有限，同时受碳中和影响，企业新建产能意愿受约束，煤炭产能供给增速预计放缓。2021年以来，随着国家大力推行煤炭增产保供政策，全国煤炭产能利用率相对较高，2022-2023年约为75%。2024年，由于此前新增产能过快释放、进口煤冲击、需求增速放缓以及上半年煤炭安全检查趋严和政策调控的综合作用，2024年煤炭产能利用率出现明显回落，长期看供给或逐步趋紧。此外，从投资来看，全国煤炭固定资产投资完成额持续正增长，2023年投资额同比+12.1%，增幅比2022年回落12.3个百分点；其中民间固定资产投资增长3.3%，增幅比2022年回落35.7个百分点，2024年，增速进一步下滑至9.4%。除了新建矿井，煤炭行业的固定资产投资还用于提升煤炭生产的机械化智能化水平。

图 11: 国家发改委及能源局新批产能 (万吨)



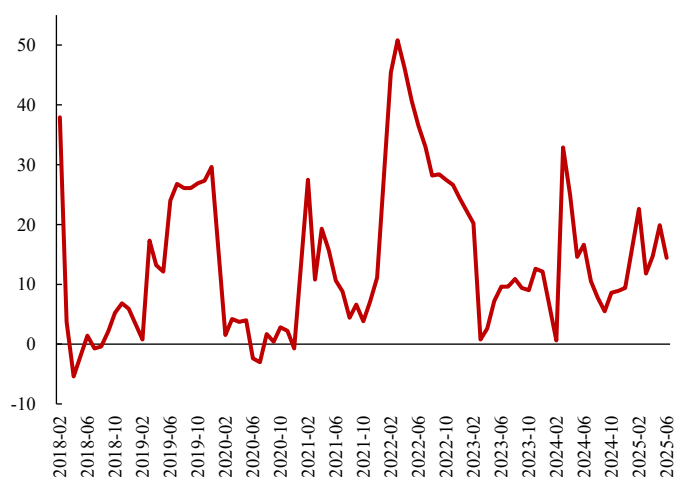
资料来源：国家发改委，国家能源局，招商证券

图 12: 我国煤炭储量 (亿吨) 及增速



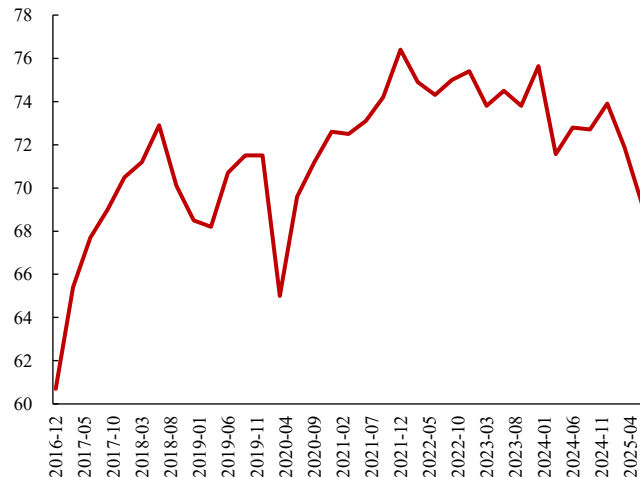
资料来源：中国自然资源部，招商证券

图 13: 全国煤炭固定资产投资额累计增速 (%)



资料来源：公司公告，iFind，招商证券

图 14: 全国煤炭产能利用率 (%)



资料来源：公司公告，iFind，招商证券

自产煤产量增速放缓，进口量或将有所回落。由于我国是一个富煤、贫油、少气的国家，煤炭消费以自产为主、进口为辅，进口煤炭约占总需求的 10%。2023 年，我国全年煤炭产量 47.11 亿吨，同比增长 3%，2024 年，煤炭安全稳定供应能力持续提升，全国煤炭产量约为 47.8 亿吨，同比增长 1.5%，增速有所放缓。进口方面，2024 年由于进口煤与国内煤炭相比存在明显价格优势，国内煤炭下游企业对进口煤采购积极性较高，各月煤炭进口量均创历史同期新高，全年煤炭进口总量累计达 5.4 亿吨，同比增长 13.92%左右，社会库存高企，使国内煤炭供需格局持续偏宽松。2025 年，受需求端疲软影响，国内煤价上半年持续下探，进口煤性价比下滑，煤炭进口量连续四个月同比下降，预计全年进口数量将有所回落。

图 15: 中国煤炭产量 (亿吨)



资料来源: 国家统计局, 招商证券

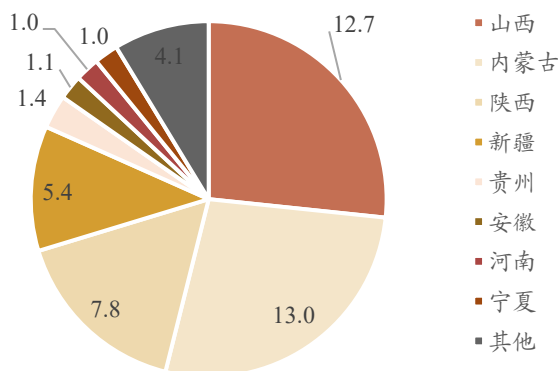
图 16: 中国煤炭进口量 (亿吨)



资料来源: 海关总署, 招商证券

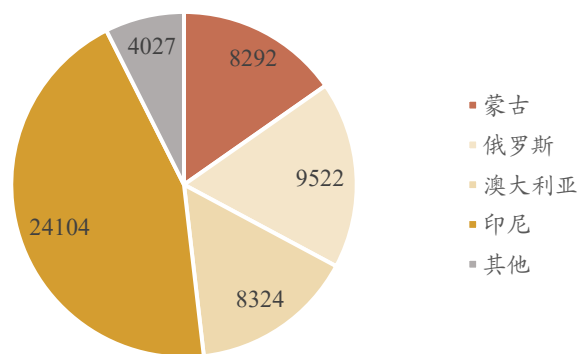
自产煤区域集中度较高，进口煤炭主要销往沿海省份。国内煤炭主产区为内蒙古、山西、陕西、新疆四省，2024 年煤炭产量分别为 13.0 亿吨、12.7 亿吨、7.8 亿吨、5.4 亿吨，占全国总产量的 81.67%。华东和华南地区由于本地煤炭资源相对匮乏，相比其他省份对进口煤炭的依赖度较高，因此中国进口的煤炭主要流向沿海省份和经济发达地区，以满足当地电力、钢铁和建材等行业的需求。进口煤炭主要来自印度尼西亚、俄罗斯、澳大利亚、蒙古四国，2024 年煤炭进口量分别为 2.41 亿吨、0.95 亿吨、0.83 亿吨、0.83 亿吨，占全部煤炭进口的 92.6%。

图 17: 2024 年各省煤炭产量 (亿吨)



资料来源: 国家统计局, 招商证券

图 18: 2024 年中国煤炭进口量 (万吨)



资料来源: 海关总署, 招商证券

火电仍是发电主力，煤炭长期需求有望延续。依据煤炭资源网数据，2024 年我

国煤炭总消费量为 47.9 亿吨，包括 42.0 亿吨动力煤和 5.9 亿吨炼焦煤，动力煤中有 26.6 亿吨用于发电，占比 63.5%，占煤炭总消费量 55.7%，仍为核心需求；供热耗煤 3.6 亿吨，占比 8.5%，占煤炭总消费 7.5%。随着国家“双碳”目标的提出和落实，水电、核电、风电、光伏等一次电力装机量快速上升，煤炭占比有所下降，但风电、光伏等可再生能源发电具备间歇性和不稳定性，在并网的过程中可能对电力系统产生冲击，需要配套建设火电厂、水电站或进行火电灵活性改造，从存量调峰潜力和经济性来看，煤电机组仍为首选。2024 年，我国发电装机容量同比+14.6%，水电新增 1378 万千瓦，风电新增 7982 万千瓦，太阳能发电新增 2.78 亿千瓦，生物质发电新增 185 万千瓦，全国火电累计装机容量首次突破 14 亿千瓦，较 2023 年新增装机容量 5413 万千瓦，作为我国电力系统的“压舱石”，火电在我国能源安全中发挥兜底保障作用，火电发电量及装机容量有望持续增长。

图 19: 煤炭总消费量 (万吨)

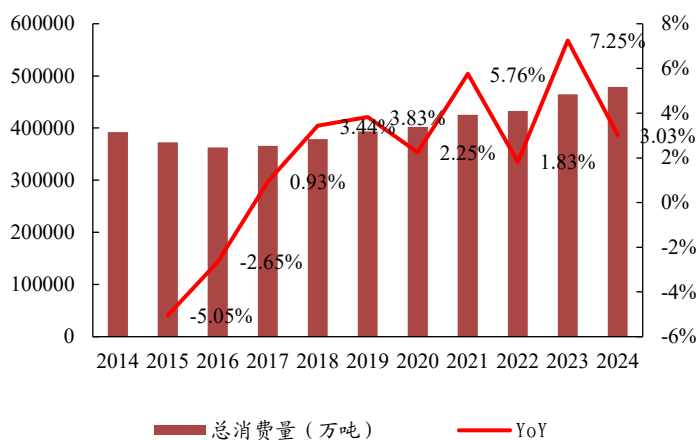
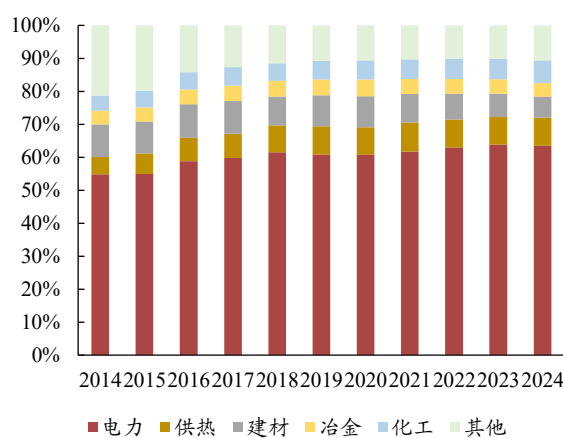


图 20: 动力煤消费结构



资料来源：煤炭资源网，国家统计局，招商证券

资料来源：煤炭资源网，国家统计局，招商证券

三、煤炭业务：海内外双重驱动，公司煤炭业务持续增长

1、优质资源注入，新矿投产在即，助力产能扩张

收购多家煤炭企业，资源储量进一步提高。截至 2024 年末，兖矿能源境内共有煤炭资源量 466.1 亿吨，可采储量 45.2 亿吨。近两年公司接连开展多家煤矿收购交易，2023 年，公司以 183.19 亿元和 81.12 亿元收购了山东能源集团及其全资子公司旗下鲁西矿业 51%和新疆能化 51%股权，其中新疆能化所属矿区资源量达到 264.18 亿吨；2025 年，公司又以现金 47.48 亿元受让山东能源集团西北矿业有限公司 26%股权，以现金 93.18 亿元向西北矿业增资，2025 年 7 月交易完成后，公司持有西北矿业 51%股权。据悉西北矿业资源量 63.52 亿吨，可采储量 36.52 亿吨，共有 12 家煤炭企业和 14 宗矿业权（包含 12 宗采矿权、2 宗探矿权），10 座生产矿井总产能 6105 万吨/年，核定产能 3605 万吨/年。以 2024 年基数测算，西北矿业收购完成后，兖矿能源境内资源量可增加 13.6%，年产量增加约 21.91%。此外，除去兖矿拥有的煤炭储量，公司的控股股东山东能源集团旗下还拥有煤炭资源量超 430 亿吨，开采储量超 110 亿吨，其中不乏优质煤矿，未来集团的优质资产均有望持续注入上市公司。

矿区布局合理，位于国内外重要产煤基地。兖矿能源的煤炭资源主要分布于内蒙古鄂尔多斯市和通辽市、新疆伊犁州和昌吉州、澳大利亚、山东济宁市和菏泽市、陕西榆林以及山西和顺。晋陕蒙新是我国最主要的煤炭产区，山东的鲁西煤炭基地是国家“十二五”期间规划的 14 大煤炭基地之一，澳大利亚是我国主要煤炭进口国之一，资源量丰富。公司对煤炭资源具有合理布局，预计可开采年限较长，煤炭业务具备持续发展的潜力。

表 2: 兖矿能源在产矿井产能

经营主体	煤矿	地区	核定产能 (万吨/年)	权益比例	权益产能
公司本部	东滩煤矿	山东济宁	750	100%	750
	兴隆庄煤矿	山东济宁	600	100%	600
	鲍店煤矿	山东济宁	600	100%	600
	济宁三号煤矿	山东济宁	600	100%	600
	济宁二号煤矿	山东济宁	390	100%	390
	南屯煤矿	山东济宁	270	100%	270
	杨村煤矿	山东济宁	115	100%	115
菏泽能化 (兖矿持股 98.3%)	赵楼煤矿	山东菏泽	330	98%	324
	万福煤矿	山东菏泽	180	89%	159
未来能源	金鸡滩煤矿	陕西榆林	1700	100%	1700
鄂尔多斯能化	转龙湾煤矿	内蒙鄂尔多斯	1000	100%	1000
	昊盛煤业	石拉乌素煤矿	内蒙鄂尔多斯	800	59%
内蒙古矿业	营盘壕煤矿	内蒙鄂尔多斯	800	72%	576
内蒙古鑫泰煤业	文玉煤矿	内蒙鄂尔多斯	300	100%	300
鲁西矿业 (2023 年收购, 持股 51%)	陈蛮庄煤矿	山东菏泽	70	100%	70
	李楼煤矿	山东济宁	190	100%	190
	唐口煤矿	山东济宁	390	100%	390
	梁宝寺煤矿	山东济宁	330	85%	281
	郭屯煤矿	山东菏泽	240	84%	201
	彭庄煤矿	山东菏泽	80	84%	67
	新巨龙煤矿	山东菏泽	600	60%	360
新疆能化 (2023 年收购, 持股 51%)	伊犁一号煤矿	新疆伊犁	1000	51%	510
	伊犁四号矿井	新疆伊犁	900	28%	252
	硫磺沟煤矿	新疆昌吉	150	26%	39
	秦华煤矿	新疆库尔勒	60	51%	31
西北矿业 (2025 年收购, 持股 51%)	永新煤矿	新疆阿克苏	60	51%	31
	10 座生产矿井	陕西、甘肃、山西、内蒙古等	2605	51%	1329
国内在产产能合计			15110	-	11606
兖煤澳洲 (兖矿持股 62.26%)	莫拉本	新南威尔士	2100	59%	1242
	沃克山联合煤矿 MTW	新南威尔士	2800	52%	1457
	亨特谷联合煤矿 HVO	新南威尔士	3800	32%	1207
	艾诗顿	新南威尔士	860	62%	535
	雅若碧	昆士兰	500	62%	310
	中山煤矿	昆士兰	540	31%	167
兖煤国际	凯贝唐 Cameby Downs	昆士兰	350	100%	350
	普瑞马 Premier	西澳大利亚	500	100%	500
国外在产产能合计			11450	-	5769

资料来源：公司公告、招商证券，数据截至 2025 年 8 月

在建煤矿储备充足，产能有望阶梯式爬升。公司收购的鲁西矿业和新疆能化核定产能分别为 1900 万吨和 2170 万吨，目前鲁西矿业产能利用率相对较低，未来有进一步放量空间，而新疆能化现有探矿权对应的可采储量达到 121.5 亿吨，未来

建成投产后预计将对公司煤炭业务形成长期支撑。除了现有煤矿，新疆五彩湾露天矿一期 1000 万吨在建项目正全速推进，二期提升至 2300 万吨/年产能规模已获批。同时，2025 年开工建设霍林河一号煤矿，3 年内陆续开工建设刘三圪旦煤矿、嘎鲁图煤矿，三矿建成后将新增煤炭产能 2,500 万吨/年以上。此外，新收购的西北矿业下属有聚能能源油房壕矿井、平煤长安杨家坪矿井 2 个在建矿井，核定产能合计 1000 万吨/年，还有天竣能源马福川矿井、毛家川矿井 2 项探矿权，核定产能分别为 800 万吨/年、700 万吨/年，目前正在办理探矿权转采矿权手续，未来的合计产能贡献达 2500 万吨/年，煤炭产量增量空间大，公司将迎来产能持续扩张。根据 2024 年报披露，公司 2025 年计划生产商品煤 1.55-1.6 亿吨，至 2030 年实现煤炭年产量 3 亿吨的目标。

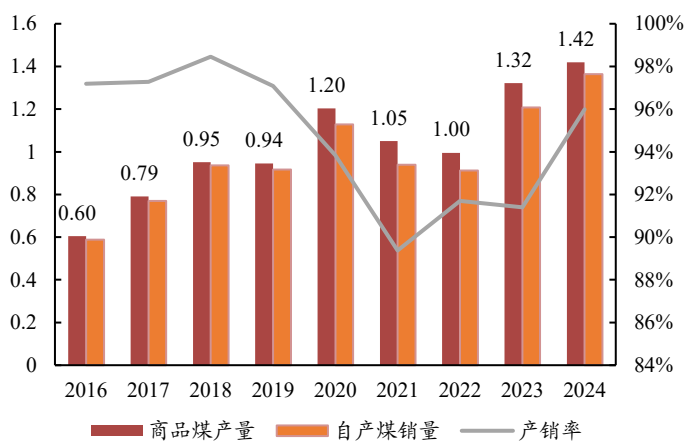
表 3: 兖矿能源在建煤矿

项目名称	地点	设计产能 (万吨/年)	建设进度
五彩湾四号露天矿	新疆昌吉州	1000	计划 2025 年投产
霍林河一号煤矿	内蒙古通辽市	700	计划 2025 年开工
刘三圪旦煤矿	内蒙古鄂尔多斯市	1000	计划 2025 年 9 月开工
嘎鲁图煤矿	内蒙古鄂尔多斯市	800	计划 3 年内开工
油房壕煤矿 (西北矿业)	内蒙古鄂尔多斯市	500	2024 年开工, 预计 2029 年投产
杨家坪煤矿 (西北矿业)	陕西咸阳	500	计划 2025 年 8 月开工, 预计 2029 年投产

资料来源: 公司公告、中国能源网、国际煤炭网、招商证券, 数据截至 2025 年 8 月

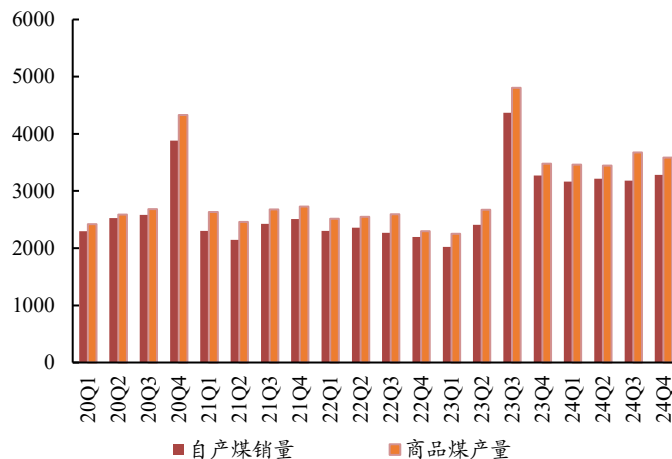
业务规模扩张, 煤炭产销量大幅增长。2021-2022 年, 拉尼娜气候现象导致澳大利亚煤炭产区持续出现强降雨, 兖煤澳洲的煤炭产量下降, 同时国内安全环保政策使得昊盛煤业、菏泽能化的煤炭产量出现波动, 公司自产煤产销量连续两年下降。2023 年, 随着海外煤炭生产恢复, 以及鲁西矿业和新疆能化资产注入, 公司煤炭产销量大幅提升, 2023 年商品煤产量 1.32 亿吨, 同比+32.7%, 自产煤销量 1.21 亿吨, 同比+32.3%, 均创历史新高, 其中鲁西矿业及新疆能化分别贡献公司煤炭产量 1080 万吨和 1936 万吨。2024 年, 公司商品煤产量持续增长, 达到 1.42 亿吨, 同比+7.5%, 自产煤销量 1.36 亿吨, 同比+12.9%。从各分部来看, 陕蒙基地商品煤产量 4312 万吨, 同比增加 666 万吨, 成为公司贡献最大的核心增长极, 澳洲基地商品煤产量 4229 万吨, 同比增加 343 万吨, 充分释放了境内境外两地资源协同效应。

图 21: 煤炭产销量 (万吨) 和产销率



资料来源: 公司公告, iFind, 招商证券

图 22: 分季度煤炭产销量 (万吨)



资料来源: 公司公告, iFind, 招商证券

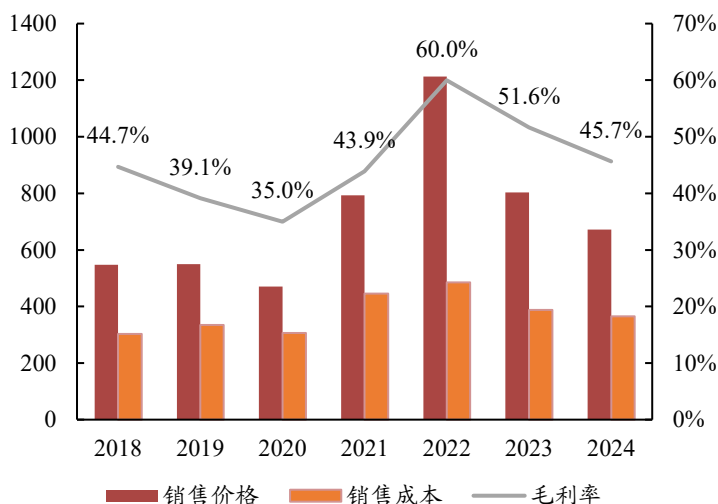
表 4: 2024 兖矿能源分区域煤炭销售情况

地区	销量 (千吨)	销售收入 (百万元)	价格 (元/吨)	同比 23 年售价变动
一、中国	111165	70342	633	-110
华东地区	48985	38184	780	-162
华南地区	15558	10302	662	-59
华中地区	6605	5749	870	-157
华北地区	13369	8194	613	-149
西北地区	25088	6432	256	-1
其他地区	1559	1481	950	-119
二、日本	9983	10684	1070	-433
三、韩国	5291	4859	918	-368
四、澳大利亚	3773	1666	442	-119
五、泰国	3554	1788	503	19
六、其他	2542	2286	899	7
七、本集团总计	136309	91625	672	-131
一、中国	111165	70342	633	-110

资料来源: 公司信评报告、招商证券

加强成本管控, 对冲煤价下跌, 增厚利润。2023-2024 年, 在全球能源危机影响减弱、能源行业加快转型、煤炭进口数量超预期增长等背景下, 煤炭市场供需关系持续宽松, 煤炭价格开始下行。公司 2023 年吨煤平均售价 803 元/吨, 同比下跌 410 元/吨, 2024 年吨煤售价 672 元/吨, 同比下跌 262 元/吨。面对煤炭市场震荡下行的挑战, 公司深入落实“降本增效八项硬措施”, 优化工艺流程和生产组织, 加大生产作业全流程管控, 降低生产消耗连续两年经营质效持续提升, 2024 年公司吨煤销售成本 337.6 元, 同比降低 3.4%, 使得公司在煤炭价格低于 2021 年同期的情况下, 毛利率仍能保持在 45.7% 高位, 2025 年集团计划吨煤销售成本力争同比降低 3%, 成本管控对于提升公司盈利能力具有重要意义。

图 23: 吨煤售价和成本 (元/吨)



资料来源: 公司公告, iFind, 招商证券

2、开拓国际市场，兖煤澳洲注入增长弹性

兖煤澳洲煤炭资源储量丰富、禀赋良好。截至 2024 年末，兖煤澳洲资源量为 43.07 亿吨，证实储量为 13.9 亿吨，斯特拉福德 / 杜拉里（也称为格罗斯特）煤矿在本年度完成煤炭开采活动并进入闭矿阶段，其全部资源储量和储量已归零。兖煤澳洲 2024 年商品煤产量 4780 万吨，权益产量 3690 万吨，预计可开采年限超过 40 年。从煤矿种类来看，大部分为露天矿，开采难度和成本相对较低。

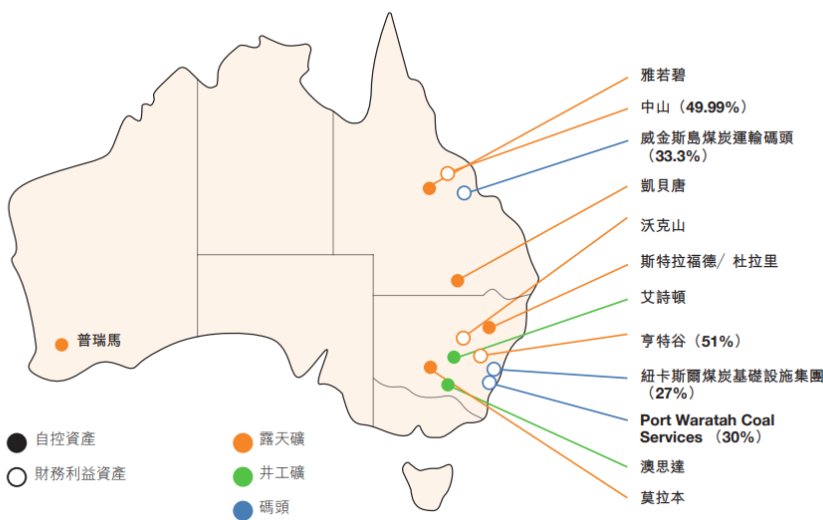
表 5: 兖煤澳大利亚资源量

项目名称	兖煤澳洲权益	煤炭类型	探测资源量 (百万吨)	证实储量 (百万吨)
莫拉本(露天及地下)	95%	动力煤	745	188
索利山(露天及地下)	80%	半软焦煤/动力煤	350	20
沃克沃斯(露天及地下)	84.47%	半软焦煤/动力煤	720	209
亨特谷(露天)	51%	半软焦煤/动力煤	2,050	772
雅若碧(露天)	100%	喷吹煤/动力煤	110	73
中山(露天)	50%	冶金煤/动力煤	127	81
艾诗顿(露天及地下)	100%	半软焦煤/动力煤	175	18
艾诗顿-陆美克斯(地下)	100%	半软焦煤/动力煤	30	21
格罗斯特(露天)	100%	冶金煤/动力煤	0	0
合计			4307	1390

资料来源：公司公告、招商证券

图 24: 兖煤澳大利亚煤矿和码头分布

兖煤澳洲礦區

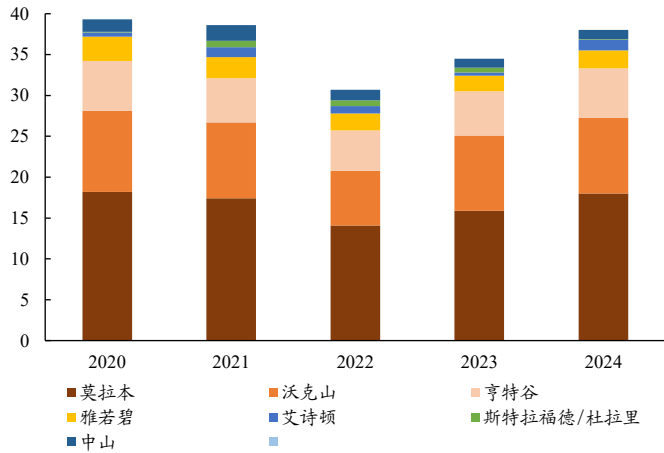


资料来源：公司公告、招商证券

产量逐渐恢复，价格弹性较大。2020-2022 年，由于气候因素，兖煤澳洲的煤炭产量从 3930 万吨降至 3070 万吨，2023 年恢复至 3341 万吨，2024 年兖煤澳洲已实现商品煤权益产量 3690 万吨，同比增长 10%。价格方面，由于海外销售没有长协制度，兖煤澳洲的煤炭价格弹性高于国内，在煤价上行阶段存在更多利好空间。由于核算方式不同，兖煤澳洲的煤炭销售毛利率高达 80% 以上，可比性不高。从销售净利率来看，2022 年兖煤澳大利亚为 34.0%，远高于集团整体的 19.6%；

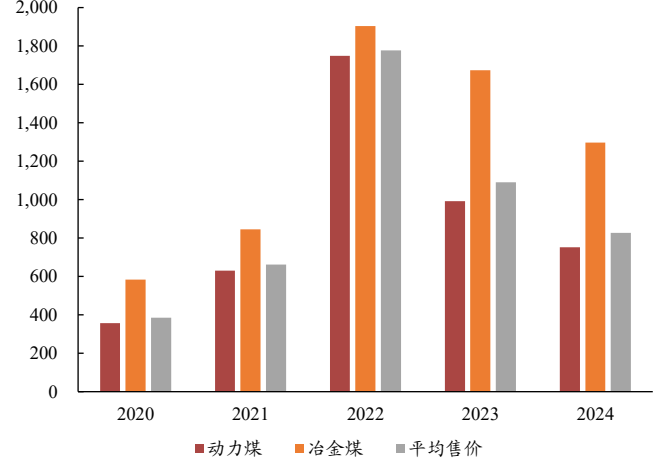
2023 年兖煤澳大利亚为 23.4%，与集团整体的 18.1% 差距缩小；2024 年随着煤价下行，兖煤澳大利亚销售净利率降至 17.73%，相比集团 15.05% 仅高出 2.7pct。同时，从兖矿能源煤炭平均售价与同行业公司对比可以看出，兖煤澳洲价格受煤炭市场供需关系影响波动较大，当前煤价处于 2022 年以来的低位，一旦开启新一轮上行周期，兖煤澳洲有望对公司业绩贡献弹性增长。

图 25: 兖煤澳大利亚权益商品煤产量 (百万吨)



资料来源: 公司公告, 招商证券

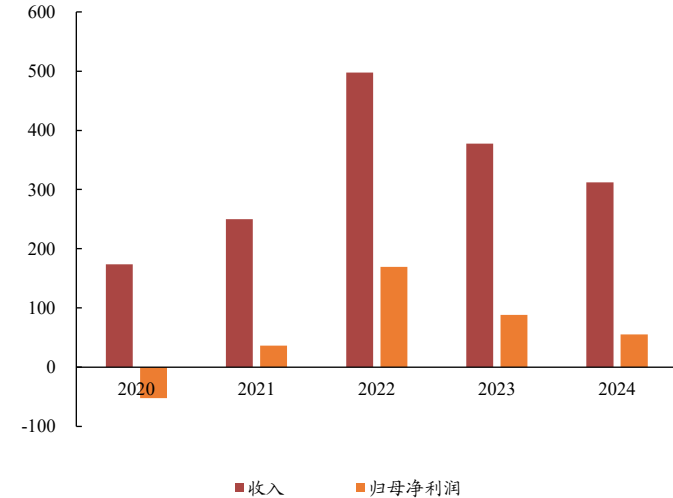
图 26: 兖煤澳大利亚煤炭售价 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 招商证券

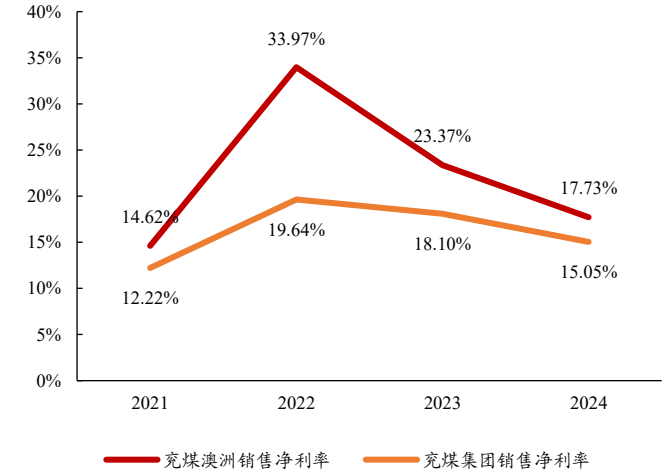
注: 按照 1 澳元=4.7 人民币进行折算

图 27: 兖煤澳大利亚经营业绩 (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 招商证券

图 28: 兖煤澳大利亚销售净利率



资料来源: Wind, 公司公告, 招商证券

表 6: 兖矿能源及可比公司煤炭销售价格对比

		2021	2022	2023	2024
兖矿能源	国内	880	970	742	633
	国外	631	1464	1060	846
	综合	793	1078	803	672
中国神华	年度长协	456	515	500	491
	月度长协	765	873	808	705
	现货	599	776	640	627
	坑口销售	263	329	328	285
	综合	588	644	584	564
陕西煤业	自产煤	583	669	591	532

	外购煤	630	722	654	609
	综合	602	685	613	561
中煤能源	自产煤	643	716	602	562
	外购煤	761	812	644	583
	综合	716	766	622	573

资料来源：公司公告、中国能源网、国际煤炭网、招商证券

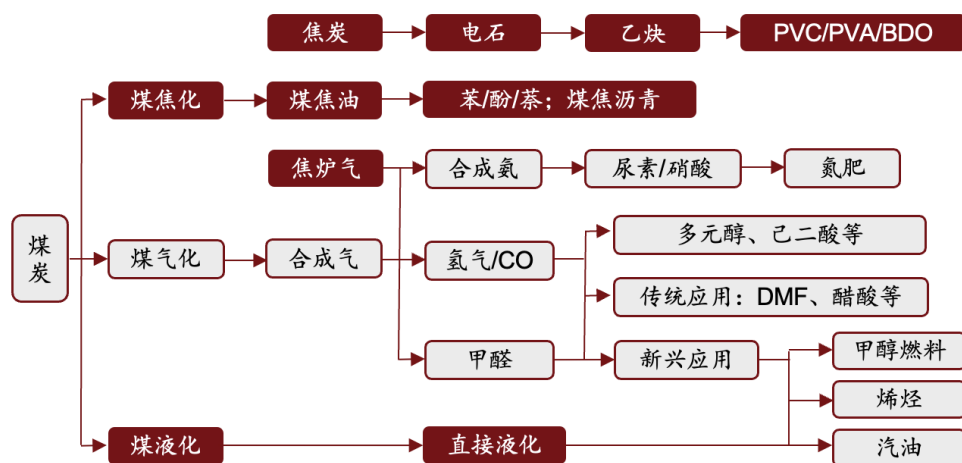
四、“煤-电-化”一体化发展，对外并购助力产业协同

1、煤化工业务：规模及产品附加值提升，打造高端化工产业链

煤化工是对煤炭进行深度利用的产业，有利于煤炭行业可持续发展。煤化工是指以煤炭为原料，通过化学加工过程转化为各种化学品、燃料和其它材料的工业领域。根据产业成熟程度，煤化工可分为传统煤化工和新型煤化工，传统煤化工主要通过煤焦化生产焦炭、煤焦油和焦炉气，并最终产出 PVC/PVA/BDO、芳香化合物、沥青、氮肥等产品。新型煤化工通过对煤炭进行气化和液化，最终产出甲醇、己二酸、醋酸、烯烃等产品。

通过煤化工加工，可以将煤炭转化为更高价值的化工产品和清洁能源，提高煤炭的利用效率和经济效益。此外，与石油和天然气相比，我国煤炭资源丰富，能为煤化工的发展提供稳定低价的原料，降低对外来资源的依赖。2023年6月，国家发改委发布《关于推动现代煤化工产业健康发展的通知》，旨在规范行业发展，强化科技创新力度，提高发展质量。

图 29：中国煤化工行业产业链

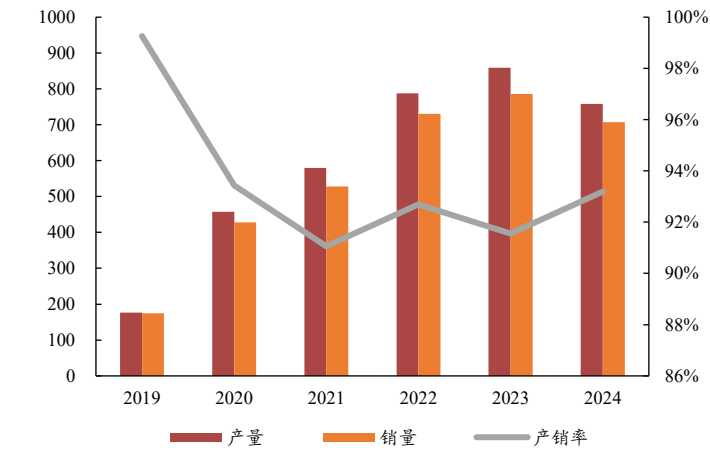


资料来源：前瞻产业研究院，招商证券

煤化工业务规模持续扩张。煤化工是究矿能源重要的业务板块。2019-2021年，公司煤化工业务规模连续攀升新台阶，主要原因是公司2020年新增合并鲁南化工和未来能源。2020年之前，公司煤化工产品相对单一，仅有榆林能化和鄂尔多斯能化的煤制甲醇业务。2020年并表鲁南化工和未来能源后，新增醋酸、醋酸乙酯、粗液体蜡等产品，后续又增加了己内酰胺、聚甲醛、柴油、石脑油、乙二醇、

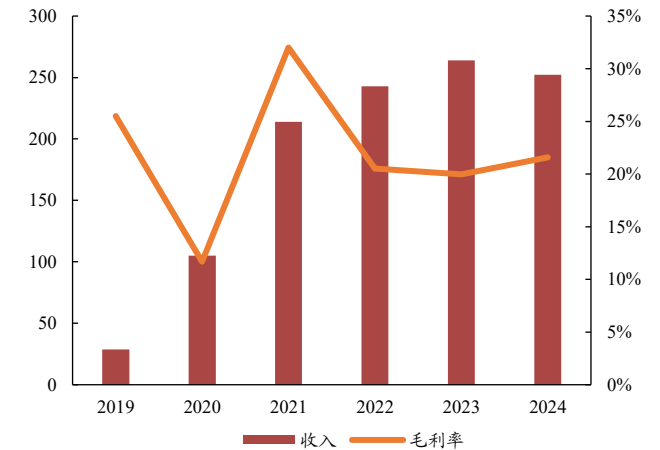
尿素等，极大丰富了产品矩阵，提升了化工产业的竞争力。从销售结构来看，甲醇和醋酸是最主要的产品，而粗液体蜡、柴油、石脑油、尿素等产品盈利能力较好。2023 年公司煤化工业务总销量 786 万吨，同比+7.6%，收入 264 亿元，同比+8.8%；2024 年煤化工业务总销量 780 万吨，同比-0.8%，收入 252 亿元，同比-4.5%，在总收入中占比 20.3%，同比提升 0.4pct；毛利率 21.6%，同比+1.6pct，贡献毛利 54.47 亿元，占全部毛利的 11.3%，占比不断提升。

图 30: 煤化工业务产销量 (万吨)



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 31: 煤化工业务收入和毛利率 (亿元)



资料来源: 公司公告, 招商证券

表 7: 2022-2024 煤化工业务细分产销量和盈利能力 (万吨)

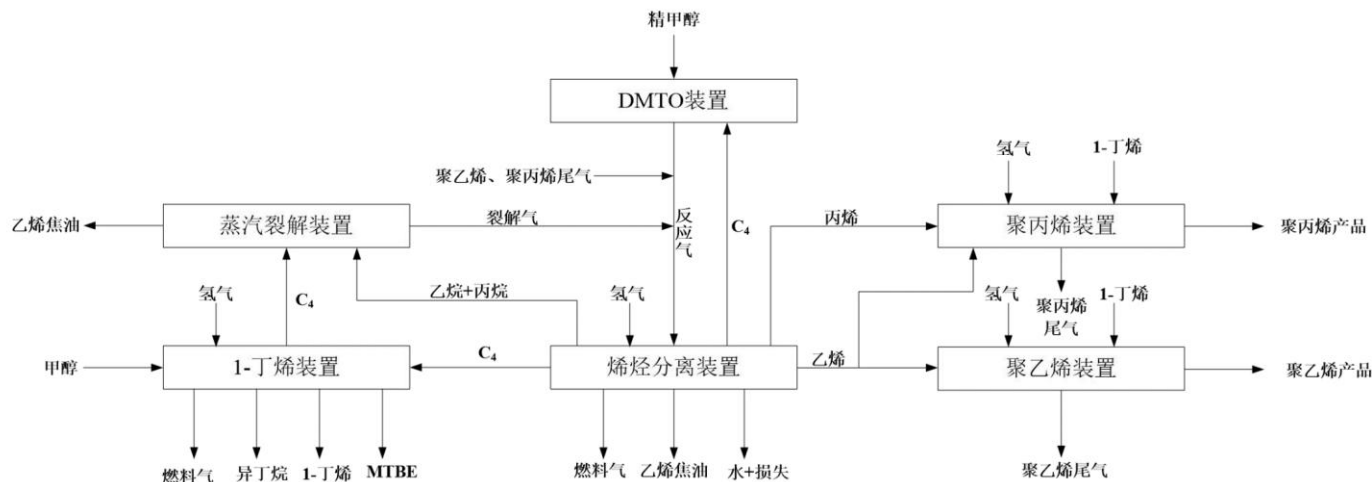
	2022			2023			2024		
	产量	销量	毛利率	产量	销量	毛利率	产量	销量	毛利率
甲醇	378.9	378.9	6.0%	401.6	395.5	6.3%	410.5	393.8	18.8%
醋酸	103.6	71.2	24.1%	113.9	73.8	16.1%	104	74.3	14.1%
醋酸乙酯	36.8	36.4	11.5%	42.3	42.6	5.5%	28.5	28.4	6.2%
己内酰胺	27.3	27.3	8.9%	29.7	29.7	4.5%	33.7	33.6	8.3%
聚甲醛	7.4	7.4	42.5%	7.4	7.4	21.0%	6.5	6.5	9.7%
粗液体蜡	24.2	25.2	65.7%	16.2	14.6	66.1%	28.8	30	52.0%
柴油	15.8	15.4	59.4%	27.7	26.9	66.9%	-	-	-
石脑油	8.4	8.1	59.2%	25.6	25.4	65.5%	23.3	23.5	54.9%
全馏分液体石蜡	-	-	-	-	-	-	11.6	11.1	52.6%
乙二醇	31.1	32.1	9.3%	36	39.1	16.9%	40.1	39.4	29.3%
尿素	65.8	63.3	35.1%	59.1	61.5	27.7%	71.6	66.4	25.2%
其他	88.8	65.2	21.5%	99.1	69.7	13.9%	111.6	73.1	12.8%
合计	788	730.4	21.2%	858.7	786.2	20.0%	870.2	780.1	21.6%

资料来源: 公司公告, 招商证券

投资荣信化工，发展高端聚烯烃产业链。2024 年 10 月，公司公告投资 95.74 亿元于全资孙公司荣信化工的年产 80 万吨烯烃项目，该项目已获得国资监管部门立项批复，并取得了当地政府立项备案，以及节能评估、环境影响评价、安全预评价批复。项目主要建设 80 万吨/年甲醇制烯烃装置、40 万吨/年聚乙烯装置、40 万吨/年聚丙烯装置、1.5 万吨/年 1-丁烯装置、5 万吨/年蒸汽裂解装置，以及配套的储运、公用工程、辅助生产设施。项目以甲醇为原料，采用 MTO 技术生产聚合级乙烯和丙烯，再经聚合生产高密度聚乙烯、聚丙烯，同时副产混合 C4、C5+、丙烷等产品，其中主要产品为高密度聚乙烯 40 万吨/年和聚丙烯 40 万吨/

年，共计 80 万吨。荣信化工是兖矿能源在陕蒙基地布局的重要煤化工产业园区，目前具备年产 220 万吨甲醇、乙二醇及其他副产品生产能力。本次投资聚焦于高端聚烯烃产业链，有利于提高公司产品附加值和市场竞争力，为未来发展奠定良好基础。

图 32: 荣信化工 80 万吨烯烃项目生产流程



资料来源：项目环评文件，招商证券

2、电力业务：积极布局新能源，推进风光发电建设

兖矿能源原有的电力业务主要由华聚能源、榆林能化、菏泽能化三个子公司开展，2020 年华聚能源所属电厂关停，同年济三电力、鲁南化工、未来能源并表，2021 年内蒙古矿业并表，此后公司电力业务版图基本定型。2022-2024，公司总售电量分别为 72.6 亿千瓦时、71.1 亿千瓦时、68.0 亿千瓦时，销售收入分别为 27.2 亿元、25.9 亿元、25.4 亿元，单位售价分别为 0.37 元/千瓦时、0.36 元/千瓦时、0.37 元/千瓦时，毛利率分别为 17.8%、9.2%、13.1%，毛利率波动主要是由于售电价格波动、设备检修等。此外，公司稳步拓展新能源产业，截至 2024 新能源发电总装机 124MWp，上半年实现发电量 8,908 万千瓦时，上半年兴隆庄煤矿、东滩煤矿、物供中心等消耗绿电约 1323 万千瓦时，减少碳排放量 7546.95 吨，未来公司计划推进风电、光伏及配套储能等新能源产业项目开发建设，新能源发电装机规模达到 1000 万千瓦以上。

表 8: 2022-2024 年电力业务运行情况

公司	2022			2023			2024		
	售电量 (万 kwh)	单位售价 (元/kwh)	毛利率	售电量 (万 kwh)	单位售价 (元/kwh)	毛利率	售电量 (万 kwh)	单位售价 (元/kwh)	毛利率
济三电力	133313	0.42	24.9%	128226	0.42	24.7%	120451	0.43	34.3%
菏泽能化	140969	0.41	24.2%	135961	0.40	16.7%	129991	0.41	11.5%
鲁南化工	30812	0.36	58.9%	25167	0.35	15.9%	14787	0.33	12.2%
榆林能化	16389	0.24	0.0%	17074	0.25	0.0%	11782	0.25	0.0%
未来能源	35839	0.27	-39.6%	39636	0.28	-28.6%	29944	0.29	1.1%
内蒙古矿业	369106	0.36	13.3%	364657	0.35	2.5%	372889	0.35	6.4%
合计	726428	0.37	17.8%	710722	0.36	9.2%	679843	0.37	13.1%

资料来源：公司公告、招商证券

3、积极推进战略并购，寻求外生发展

兖矿能源的核心业务煤炭和煤化工资产主要由控股股东山东能源注入，在经营过程中公司主动进行了大量非同一控制下的合并，寻求外生增长动力。并购企业的主营业务包括物流、钾矿开发、煤矿设备等，与现有业务有较好的协同性，有望对煤炭和煤化工两大主业的发展提供助力。

控股物泊科技，发展智慧物流产业。2024年5月，兖矿能源发布公告，拟出资15.55亿元获得物泊科技45%股权和51.32%表决权，由此获得物泊科技的控制权。物泊科技成立于2018年4月，主营业务为无车承运与无船承运电子平台业务，自成立以来，一直以促进黑色大宗商品物流业与制造业提质增效为己任，致力于大宗商品供应链生态整体解决方案。截至2024年3月，物泊科技已连续四年蝉联“网络货运平台Top10”第二名。物泊科技在全国范围内均有业务开展，其中山西、河北、河南、山东四省为主要市场。本次并购将使得兖矿能源获得成熟的网络货运平台业务，延伸公司“实体物流+平台”发展模式，完善“产销储配送”物流体系，提升公司智慧物流产业竞争实力和发展速度。此外，兖矿能源拥有大量大宗商品运输需求和货主资源，而物泊科技具备成熟的大宗商品物流运输经验和优质服务能力，两者业务互补性高，预计可实现较好的协同发展。

图 33：物泊科技在全国范围内均有业务开展



资料来源：物泊科技官网，招商证券

并购高地资源，提高矿产多元性。2024年9月，兖矿能源发布公告，以换股和现金认股并购高地资源公司。高地资源是澳交所上市公司，主要业务为钾肥项目的开发，核心项目为西班牙北部的Muga项目。按照JORC规范，其探明及控制的原位矿石储量为1.04亿吨，氯化钾品位为16.1%；一期和二期设计产能均为50万吨/年，合计产能为100万吨/年。交易完成后兖矿能源将拥有Muga项目、索西项目（原由兖矿加拿大控制）和多个待开发储备项目，其中Muga项目和索西项目共计有钾盐产能380万吨/年，使得兖矿能源从单一的煤炭开采向多矿种开发转型。

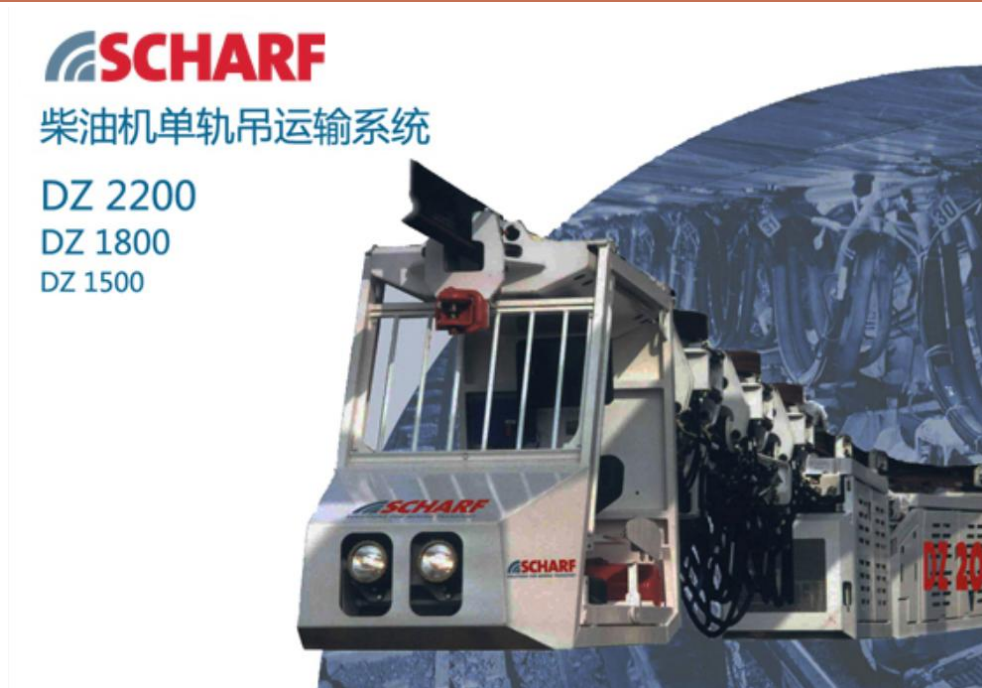
表 9: 截至 2024 年末高地资源公司钾矿资源

项目名称	探明储量		可能储量			合计
	Muga	Muga	Muga	Sierra	Pintanos	
储量 (百万吨)	45.3	59	282.2	82.1	70.7	435
品位 (以氧化钾计量)	10.5%	10.0%	11.8%	10.6%	11.9%	11.6%

资料来源: 高地资源年报、招商证券

并购沙尔夫公司，延伸井下设备产业链。2024 年 3 月，公司公告拟以 0.32 亿欧元现金收购德国沙尔夫公司 52.66% 股权。沙尔夫公司主要从事地下采矿和隧道施工现场的运输和基础设施设备的制造销售，是德国法兰克福证券交易所和慕尼黑证券交易所的上市公司，全球已安装的单轨吊系统中有 34% 来自沙尔夫。收购沙尔夫公司使得兖矿能源延伸井下采矿及辅助运输设备产业链，成功搭建起欧洲高端装备制造研发平台。

图 34: 沙尔夫的矿井运输系统



资料来源: 公司官网, 招商证券

五、现金状况良好，资本支出和分红可持续

1、资本性开支明显提升，未来业务扩张加快

2020-2022 年，兖矿能源年均资本性支出在 120 亿元上下，2023 年上升至 181 亿元，2024 年为 174 亿元。公司的资本性支出主要用于基建项目和维持简单再生产，其中基建项目主要包括煤炭矿井建设及勘探支出、化工项目、物流配储项目等。根据公司规划，2025 年公司资本性支出计划为 195.45 亿元，其中煤炭矿井建设 79.57 亿元，同比增长 54.4%，主要用于万福煤矿和五彩湾露天矿井及配套设施的建设，未来随着刘三圪旦煤矿、嘎鲁图煤矿等开工建设，资本开支预计将进一步提高，产能扩张逐步加快。

图 35: 历年资本性支出 (亿元)

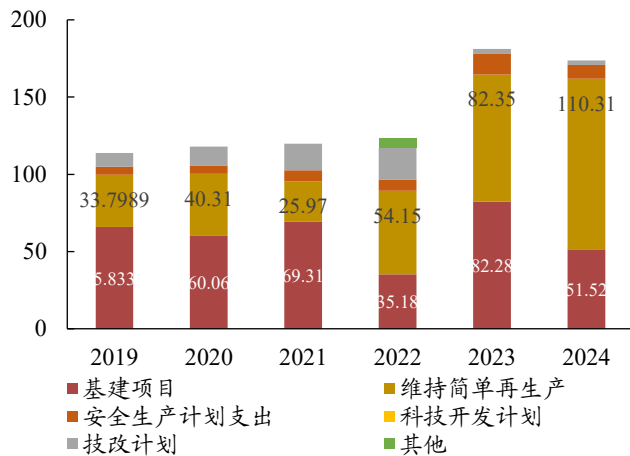
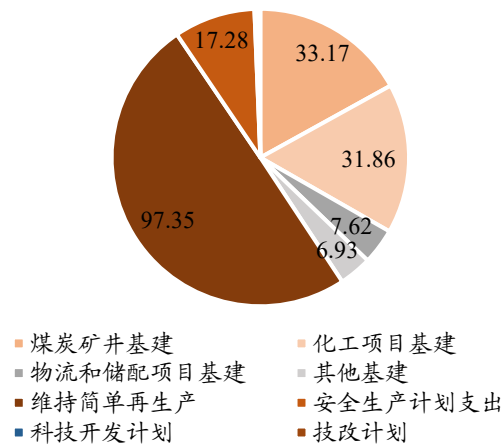


图 36: 2025 年资本支出结构



资料来源: 公司公告, 招商证券

资料来源: 公司公告, 招商证券

2、融资渠道畅通, 融资可持续性良好

公司直接和间接融资渠道畅通, 业务扩张有资金支持。2023-2024 年, 兖矿能源共发行债券 14 次, 募集资金 335 亿元, 资金用途主要为偿还有息负债和补充流动资金。2024 年 6 月, 兖矿能源以每股 17.39 港元的价格进行港股配售, 募集资金 49.56 亿港元, 主要用于偿还债务和补充流动资金。此外, 兖矿能源及其子公司与各大商业银行建立了良好的合作关系, 间接融资渠道畅通, 具有较强的间接融资能力。截至 2024 年末, 集团尚未使用的银行授信总额 1661.19 亿元, 同比增加 47 亿元, 资金获取较为灵活快速。

表 10: 2023-2024 兖矿能源发行债券情况

债券名称	发行日期	发行期限 (年)	发行数量 (亿元)
23 兖矿 01	2023/5/24	5	10
23 兖矿 02	2023/5/24	10	20
23 兖矿 04	2023/6/14	10	20
23 兖矿能源 SCP001	2023/6/15	0.4918	30
23 兖矿能源 MTN001	2023/10/19	2	20
23 兖矿能源 MTN002(科创票据)	2023/11/21	2	30
24 兖矿能源 MTN001(科创票据)	2024/1/31	3	30
24 兖矿 K1	2024/3/12	10	30
兖矿 KY01	2024/6/14	3	30
24 兖矿能源 SCP001	2024/7/1	0.4959	30
兖矿 KY02	2024/7/23	3	20
24 兖矿 K3	2024/8/1	3	30
24 兖矿 K4	2024/9/12	3	20
24 兖矿能源 MTN002(科创票据)	2024/10/28	2	15
募集资金总额			335

资料来源: 公司公告, 招商证券

有息债务的期限结构相对合理, 短期偿债压力可控。截至 2024 年末, 兖矿能源全部有息负债的未贴现现金流共计 806.2 亿元, 其中 1-2 年内到期的债务为 380.5 亿元, 占比 47.55%, 其余有息负债到期时间均在 2 年以上。从 2023-2024 年发行的债券来看, 1 年以内的超短融 60 亿元, 期限为 2 年的中期票据 65 亿元, 期限

为3年的公司债或中期票据130亿元，期限为5年的公司债10亿元，期限为10年的公司债70亿元。总体来看，期限结构较为均衡，短期偿债压力较小，此外公司平均融资利率2.98%，创历史新低。

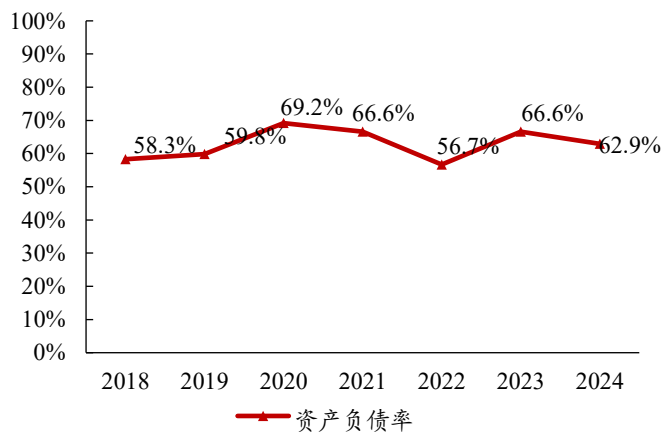
资产规模快速扩张的情况下，资产负债率基本稳定。从资产结构来看，兖矿能源的资产负债率基本处于60%-70%之间。2023年，公司资产负债率出现明显上升，较年初增加9.9个百分点，主要原因是取得鲁西矿业、新疆能化的净资产账面价值与支付的合并对价账面价值的差额，冲减资本公积、盈余公积、未分配利润，导致净资产减少。截至2024年，公司资产负债率62.9%，较2023年下降3.7个百分点，2025年公司力争将资产负债率降至60%以下，持续优化财务结构。

表 11: 截至 2024 年末公司有息债务期限分布情况 (亿元)

科目	1~2 年	2~5 年	5 年以上	未贴现现金流总计	账面余额合计
长期借款	325.1	179.3	52.5	557.0	557.0
应付债券	14.6	29.9	119.9	164.4	159.7
租赁负债	1.0	1.8	0.3	3.0	3.0
长期应付款	39.7	6.1	36.0	81.8	80.3
合计	380.5	217.1	208.6	806.2	800.1

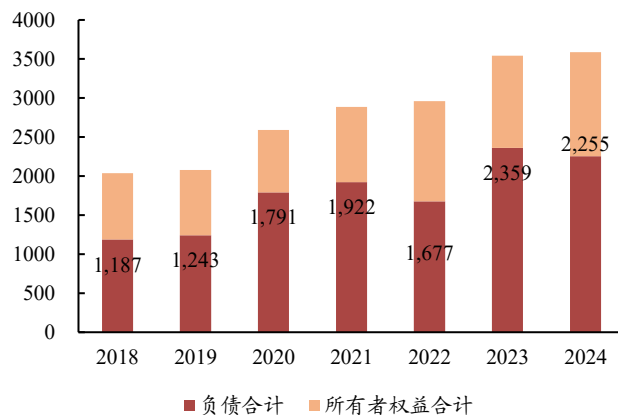
资料来源：公司信评报告、招商证券

图 37: 兖矿能源资产负债率



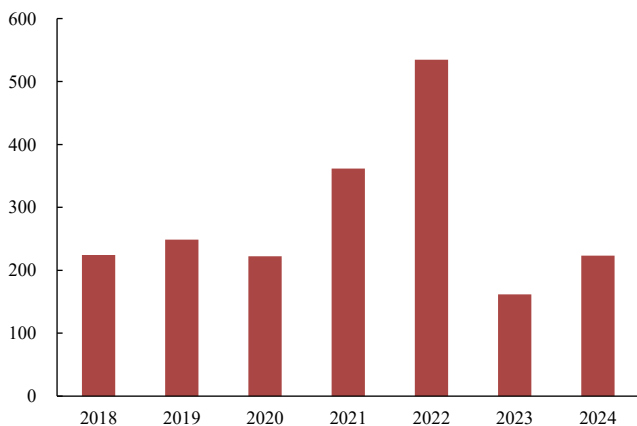
资料来源：iFinD，招商证券

图 38: 兖矿能源资本结构



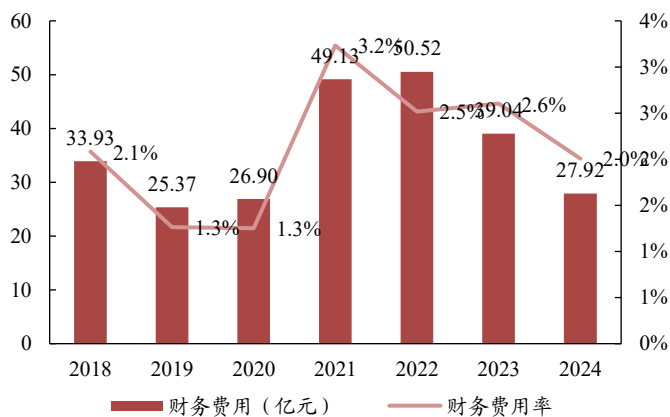
资料来源：iFinD，招商证券

图 39: 兖矿能源净经营现金流 (亿元)



资料来源：iFinD，招商证券

图 40: 财务费用和财务费用率



资料来源：iFinD，招商证券

3、坚持高分红比例，凸显投资价值

坚持高分红比例，股息率较可比公司有优势。2020年，兖矿能源发布公告修改2020-2024年现金分红比例，各会计年度分配的现金股利总额，应占公司该年度扣除法定储备后净利润的约50%，且每股现金股利不低于人民币0.5元。2023年，公司发布港股公告进一步提高分红比例，2023-2025年各会计年度分配的现金股利总额，应占公司该年度扣除法定储备后净利润的约60%，且每股现金股利不低于人民币0.5元。2024年，公司进行了中期分红，全年现金分红总额77.3亿元，归母净利润144.3亿元，股利支付率53.58%，近五年平均分红率60.34%，分红意愿较高。兖煤澳洲方面，2018-2024年，除2020年由于亏损未进行分红，兖煤澳大利亚历年的股利支付率均超过40%。2021年甚至高达120.4%，2024年分红率58.15%。从资本结构看，2018年以来兖煤澳大利亚的资产负债率明显下降，公司运营状况良好，用于分配的资金较为充裕，为高分红持续性提供保障。

图 41：兖矿能源现金分红情况（亿元）

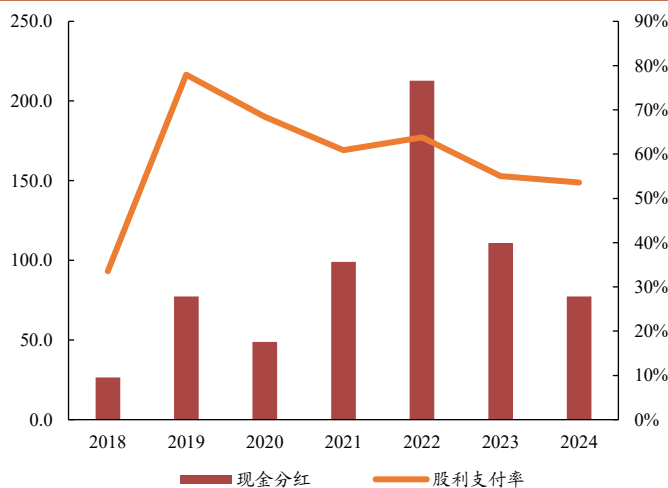
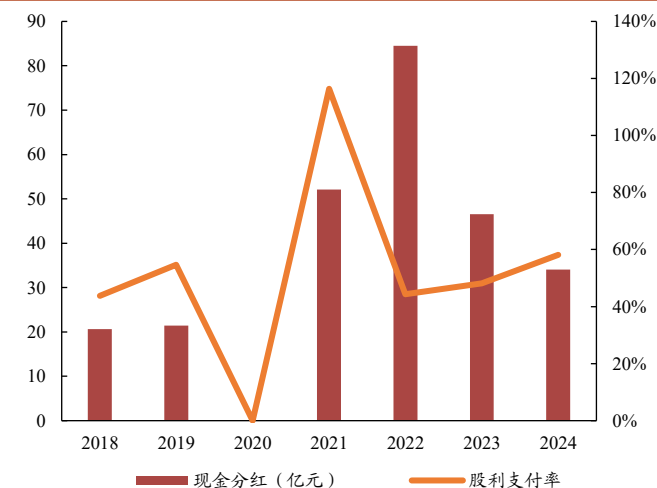


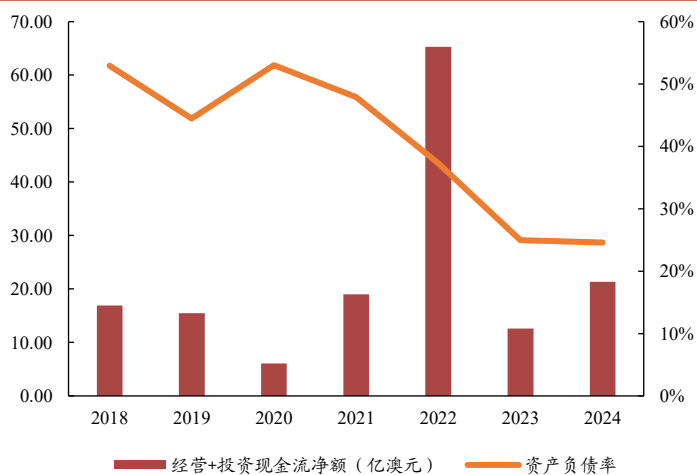
图 42：兖煤澳大利亚历年分红情况



资料来源：iFinD，招商证券

资料来源：iFinD，招商证券

图 43：兖煤澳大利亚资本结构和现金流状况



资料来源：公司公告，招商证券

六、盈利预测

兖矿能源作为华东地区最大的煤炭生产商，业务版图遍布海内外，集中在山东、陕蒙、澳洲等资源禀赋优异的矿区，暂不考虑西北矿业并表情况下，我们对公司2025-2027年盈利预测作出如下假设：

- (1) **国内煤炭业务：**公司2024年国内煤炭产量突破一亿吨，万福煤矿于24年12月成功联合试运转，目标产能160万吨，山东省内唯一在建大型矿井向投产试运行；五彩湾四号煤矿一期（产能1000万吨/年）预计于25年7月试生产，2026年开始贡献产量，后续可能经历产能爬坡；鲁西矿业若突破千米深井，则产量有望进一步增加。因此，我们预计2025-2027年，公司国内自产煤产量将达到10621/11365/11933万吨；受需求疲软影响，2024年四季度至2025年上半年，煤炭价格震荡下行，我们预计2025-2027年公司国内自产煤平均售价为500/520/530元/吨。
- (2) **海外自产煤业务：**兖矿能源海外煤炭业务以澳大利亚为核心，拥有莫拉本、沃克山、亨特谷等主力矿井，2024年兖煤澳洲核定产能5769万吨/年，是澳大利亚第三大煤炭公司及最大专营煤炭生产商，公司逐步通过工作面优化提升产能利用率，预计25-27年产量将达到4483/4752/5037万吨。海外煤炭价格市场化程度较高，波动程度较高，因此我们预计2025-2027年海外煤炭平均售价为710/760/800元/吨。

综上，预计公司2025-2027年总营业收入将分别达到1170.9/1247.0/1315.8亿元，同比-15.84%/+6.50%/+5.52%；归母净利润分别为103.4/120.2/137.1亿元，同比-28.3%/+16.2%/+14.1%，每股收益为1.03/1.20/1.37元，PE为12.5/10.7/9.4倍。

表 12：兖矿能源煤炭业务盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
国内自产煤产量（万吨）	9324.2	10019.9	10,621	11,365	11,933
YoY	-3.82%	7.46%	6.00%	7.00%	5.00%
国内自产煤销量（万吨）	8859.2	9326.4	9,134	9,660	10,143
YoY	0.09%	5.27%	-2.06%	5.76%	5.00%
国内自产煤价格（元/吨）	704	614	500	520	530
国内自产煤销售收入（亿元）	623.8	573.0	456.71	502.31	537.57
吨煤成本（元/吨）	230	222	217	215	215
国内自产煤销售成本（亿元）	203.7	206.70	198.39	207.71	218.10
国内自产煤毛利（亿元）	474	393	283	305	315
国内自产煤毛利率	67.35%	63.92%	56.56%	58.65%	59.43%
海外自产煤产量（万吨）	3886.5	4229.4	4,483	4,752	5,037
YoY	13.12%	8.82%	6.00%	6.00%	6.00%
海外自产煤销量（万吨）	3843.2	4304.5	4,303.84	4,562.07	4,835.79
YoY	12.59%	12.00%	-0.02%	6.00%	6.00%
海外自产煤价格（元/吨）	1031	798	710	760	800
海外自产煤销售收入（亿元）	396.4	343.30	305.57	346.72	386.86
吨煤成本（元/吨）	560	511	460	478	478
海外自产煤销售成本（亿元）	215.3	219.86	197.84	218.10	231.19

	海外自产煤毛利 (亿元)	471	287	250	282	322
	海外自产煤毛利率	45.69%	35.96%	35.25%	37.09%	40.24%
	销量 (万吨)	605.1	655	229	241	260
	YoY	-52.71%	8.20%	-65.00%	5.00%	8.00%
贸易煤	贸易煤价格 (元/吨)	1162	990	750	780	800
	贸易煤销售收入 (亿元)	70.3	64.80	17.19	18.77	20.79
	贸易煤成本 (元/吨)	1167	914	700	730	750
	贸易煤销售成本 (亿元)	70.6	59.86	16.04	17.56	19.49
	贸易煤毛利率 (%)	-0.43%	7.62%	6.67%	6.41%	6.25%

资料来源：公司数据、招商证券

七、风险提示

(1) 煤炭生产不及预期。

煤炭开采存在安全生产风险，若煤矿安全事故频发，矿井停工停产将影响开采进度，导致产能利用率降低，进而影响公司煤炭销售业绩。

(2) 煤炭进口超预期。

若国外地区煤炭消费持续下降，国际煤价中枢下移超出预期，将导致进口煤炭数量增长，煤炭供给量上升，压制煤炭价格。

(3) 煤炭价格下跌超预期。

煤炭价格直接关系到企业经营利润，若煤炭价格超预期下跌，则直接影响煤炭毛利，可能对企业经营收益产生负面影响。

(4) 煤炭需求不及预期。

我国动力煤主要用于火力发电，炼焦煤主要用于冶炼钢铁，若国内火电及钢铁增速不及预期，有可能影响煤炭需求，进而影响煤炭消费量和市场价格。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	96169	97355	67563	79540	92131
现金	37597	38345	17623	26634	36571
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	869	947	797	849	896
应收款项	6946	9261	7560	8051	8495
预付账款	5074	4747	4233	4399	4539
其它应收款	4201	3484	2932	3123	3295
存货	7742	7625	6691	6954	7174
其他	33740	32945	27728	29529	31160
非流动资产	258109	261200	261605	262008	262406
长期股权投资	23993	25643	25643	25643	25643
固定资产	112476	112709	112906	113081	113237
无形资产商誉	67474	64317	64683	65036	65378
其他	54166	58531	58374	58248	58148
资产总计	354278	358554	329168	341549	354537
流动负债	123109	117202	81171	82530	83666
短期借款	4084	7693	7693	7693	7693
应付账款	31430	32322	28819	29954	30903
预收账款	5091	4788	4269	4437	4578
其他	82503	72399	40390	40445	40492
长期负债	112835	108342	108342	108342	108342
长期借款	61355	55700	55700	55700	55700
其他	51480	52642	52642	52642	52642
负债合计	235944	225544	189513	190872	192008
股本	7439	10040	10040	10040	10040
资本公积金	16138	27286	27286	27286	27286
留存收益	49117	45269	47879	54210	60712
少数股东权益	45640	50416	54451	59141	64492
归属于母公司所有者权益	72694	82594	85204	91536	98038
负债及权益合计	354278	358554	329168	341549	354537

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	16168	22342	34045	30049	32555
净利润	27151	20932	14376	16709	19064
折旧摊销	14839	15049	14491	14493	14499
财务费用	4372	3319	2350	2503	2641
投资收益	(2259)	(2626)	(2049)	(2049)	(2132)
营运资金变动	(28146)	(15835)	4945	(1627)	(1535)
其它	210	1501	(67)	21	18
投资活动现金流	(12203)	(9726)	(12848)	(12848)	(12766)
资本支出	(18191)	(17077)	(14898)	(14898)	(14898)
其他投资	5988	7351	2049	2049	2132
筹资活动现金流	(32513)	(12386)	(41918)	(8190)	(9852)
借款变动	(15215)	(11416)	(31838)	0	0
普通股增加	2491	2600	0	0	0
资本公积增加	1899	11148	0	0	0
股利分配	(21279)	(13394)	(7731)	(5687)	(7211)
其他	(408)	(1324)	(2350)	(2503)	(2641)
现金净增加额	(28549)	230	(20721)	9011	9937

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	150025	139124	117090	124700	131584
营业成本	89061	89312	79632	82768	85390
营业税金及附加	6432	5944	5003	5328	5622
营业费用	5002	4713	3966	4224	4457
管理费用	8482	8575	7217	7686	8110
研发费用	2907	2735	2301	2451	2586
财务费用	3904	2792	2350	2503	2641
资产减值损失	87	(494)	(494)	(494)	(494)
公允价值变动收益	90	(57)	(57)	(57)	(57)
其他收益	260	315	315	315	315
投资收益	2287	2039	1791	1791	1874
营业利润	36963	26857	18177	21295	24416
营业外收入	368	953	953	953	953
营业外支出	323	518	518	518	518
利润总额	37009	27292	18611	21730	24850
所得税	9857	6359	4236	5021	5786
少数股东损益	6567	5875	4035	4690	5351
归属于母公司净利润	20140	14425	10341	12019	13713

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-25%	-7%	-16%	6%	6%
营业利润	-32%	-27%	-32%	17%	15%
归母净利润	-35%	-28%	-28%	16%	14%
获利能力					
毛利率	40.6%	35.8%	32.0%	33.6%	35.1%
净利率	13.4%	10.4%	8.8%	9.6%	10.4%
ROE	24.1%	18.6%	12.3%	13.6%	14.5%
ROIC	15.1%	10.3%	7.1%	8.5%	9.2%
偿债能力					
资产负债率	66.6%	62.9%	57.6%	55.9%	54.2%
净负债比率	24.3%	26.6%	19.3%	18.6%	17.9%
流动比率	0.8	0.8	0.8	1.0	1.1
速动比率	0.7	0.8	0.7	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4
存货周转率	10.7	11.6	11.1	12.1	12.1
应收账款周转率	20.7	15.4	12.6	14.5	14.4
应付账款周转率	2.9	2.8	2.6	2.8	2.8
每股资料(元)					
EPS	2.01	1.44	1.03	1.20	1.37
每股经营净现金	1.61	2.23	3.39	2.99	3.24
每股净资产	7.24	8.23	8.49	9.12	9.77
每股股利	1.10	0.77	0.57	0.72	0.82
估值比率					
PE	6.4	9.0	12.5	10.7	9.4
PB	1.8	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	6.5	8.1	9.7	8.9	8.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。